

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620111151941

UDC _____

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

二级市场的情绪会影响一级市场询价吗?

Does the Sentiment in Secondary Market Affect the Inquiry in
Primary Market?

冯春林

指导教师姓名 : 蔡庆丰 教授

专 业 名 称 : 投 资 学

论文提交日期 : 2014 年 3 月

论文答辩时间 : 2014 年 月

学位授予日期 : 2014 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

本文基于 IPO 询价过程中询价机构的报价数据，研究询价过程的两个参与主体——询价机构和主承销商是否受到二级市场投资者情绪的传染，从而推高新股发行价格。文章首先构建了我国股票市场投资者情绪的月度综合指标；然后以 2010 年 11 月 1 日以来 WIND 公布的询价机构报价数据为研究样本，构建了询价机构对每只新股报价的加权平均数（算术平均、中位数）和偏度系数。以此来研究询价机构的报价行为和主承销商的定价行为是否受到情绪的影响。

文章对询价机构的实证研究表明询价机构对于新股的报价普遍偏高，这可能是由于我国询价机制本质上是荷兰式竞标制度。而且报价偏高的程度以及报价的分歧度均显著受到了投资者情绪的影响，表明了处于一级市场的询价机构显著受到了来自二级市场情绪的影响。文章接下来针对投资者情绪与承销商定价之间的关系进行了实证检验，并加入了保荐代表人的特征作为控制变量。实证结果显示，主承销商对新股的定价要显著高于询价机构的报价，且与投资者情绪显著正相关。

总而言之，本文的研究表明：投资者情绪会传染至一级市场，对 IPO 询价主体产生显著影响。作为参与新股询价的两个主体——询价机构和主承销商对于新股高定价均起到了推波助澜的作用。

本文的主要创新之处在于：第一，对询价机构的报价数据进行了系统的分析，采用询价机构报价数据的密度分布的偏度系数来衡量询价机构报价的理性程度，并研究了投资者情绪对该偏度系数的影响；第二，在分析了询价机构报价受到投资者情绪影响的基础上，进一步研究了主承销商在询价机构报价的基础上抬高新股发行价格的行为；此外，作为补充研究，加入了保荐代表人的特征作为控制变量，发现了保荐代表人在 IPO 定价过程中职能缺失的现状。

关键词：询价机构；主承销商；投资者情绪

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

This paper is based on the data from the inquiry institutions in the process of IPO, investigate whether the subject of the primary market—the inquiry institutions and lead underwriter, are affected by the investor sentiment in the secondary market, thus raise the issue price of the new shares. Then we construct the investor sentiment comprehensive index in China's stock market. Then construct the weighted average and the skewness coefficient of the price data offered by inquiry institutions based on the data published by WIND from November 1, 2010. We use these two index to study whether the inquiry institutions' offering behavior and the underwriter's pricing behavior are influenced by investor sentiment.

The first part of the article shows that inquiry institutions' offering is generally high significantly, this may be due to the inquiry mechanism is essentially a Dutch auction system. And the difference of inquiry institutions' offer and the degree of skewness are influenced by the investor sentiment. This shows that in the primary market, inquiry institutions is significantly affected by the emotions from the secondary market. The second part of the article shows that the lead underwriters' pricing of new shares is higher than inquiry institutions' quotation significantly, and is positively correlated with investor sentiment.

To sum up, our study shows that investor sentiment can spread to the primary market, have a significant impact on IPO pricing. As the two participants in the IPO inquiry—inquiry institutions and lead underwriters help push up the issue price of new shares.

The main innovations of this paper are as follows. First, analysis the inquiry data offered by the inquiry institutions, and use of data density distribution of skewness coefficient to measure the degree of inquiry institutions' rationality, and study the relationship between sentiment and the skewness coefficient. Secondly, based on the analysis of inquiry institutions, we further study the lead underwriters' behavior of

raising the pricing of IPO; in addition, as a supplementary study, we join the sponsor representatives' characteristics as control variables, find that the lack of sponsor representatives' functions in the process of IPO pricing.

Key words: Inquiry institutions; Lead underwriter; Investor sentiment.

厦门大学博硕士论文摘要库

目录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景及意义	1
第二节 研究思路与框架	4
第三节 研究创新与未来进一步研究方向	6
第二章 文献综述	7
第一节 IPO 询价制的相关文献	7
第二节 投资者情绪与 IPO 询价的相关文献	10
一、投资者情绪与 IPO 抑价	10
二、投资者情绪与询价主体	11
第三章 投资者情绪对询价机构报价行为的影响	13
第一节 变量构建及数据来源	13
一、模型变量构建	13
二、样本选取与数据说明	23
第二节 回归模型设计	23
第三节 投资者情绪影响询价机构报价行为的实证研究	24
一、描述性统计及相关性检验	24
二、回归结果及分析	26
第四章 投资者情绪对承销商定价行为的影响	28
第一节 变量定义与回归模型	28
第二节 投资者情绪影响承销商定价行为的实证研究	29
一、均值检验——主承销商显著高估新股定价了么？	29
二、描述性统计	30
三、回归结果及分析	31
第五章 结论与思考	34
第一节 研究结论	34
第二节 思考与建议	35

参考文献	37
致谢	41

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

1 Introduction	1
1.1 Research background and significance.....	1
1.2 Research design and Article structure.....	4
1.3 Innovation and further research directions.....	6
2 Literature Review	7
2.1 Literatures on IPO inquiry system.....	7
2.2 Literatures on investor sentiment and IPO inquiry	10
2.2.1 Literatures on IPO underpricing and investor sentiment	10
2.2.2 Literatures on inquiry subject and investor sentiment.....	11
3 The influence of investor sentiment on inquiry institutions' offering behavior	13
3.1 Variable construct and data sources.....	13
3.1.1 Model variable construct.....	13
3.1.2 Sample selection and data sources.....	23
3.2 Model design.....	23
3.3 Empirical research based on inquiry institutions.....	24
3.3.1 Statistical description of variables and correlation test	24
3.3.2 Empirical results and analysis.....	26
4 The influence of investor sentiment on underwriters' pricing behavior	28
4.1 Variable definition and regression model.....	28
4.2 Empirical research based on underwriters	29
4.2.1 The mean test-Do the underwriter raise the issueprice significantly.....	29
4.2.2 Statistical description of variables.....	30
4.2.3 Empirical results and analysis.....	31

5	Conclusions and reflection	34
5.1	Research conclusions.....	34
5.2	Reflection and suggestions.....	35
	References.....	37
	Acknowledge.....	41

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 绪论

1.1 研究背景及意义

我国自 2005 年 1 月 1 日以来，采用了发达资本市场通行的向机构投资者累计投标询价的方式来确定新股发行价格，自此确定了 IPO 定价全面市场化的方向。在我国的询价制度中，主承销商和询价机构扮演着非常重要的角色。在询价过程中，主承销商首先通过第一个阶段——向询价机构进行初步询价确定发行价格区间，然后再通过第二个阶段——向询价机构进行累计投标询价来确定最终的发行价格。其中询价机构^①是指证券公司、信托投资公司、证券投资基金管理公司、保险公司、财务公司和合格境外机构投资者（QFII），以及经中国证券监督管理委员会认同的其他机构投资者。表 1 列出了 2010 年 11 至 2012 年 12 月期间，我国询价机构在初步询价阶段参与报价家数的统计情况。

表 1 我国询价机构在初步询价期间的报价情况

投资者类型	各询价类型家数	参与询价家数总计	参与主板询价家数	参与中小板询价家数	参与创业板询价家数
基金公司	61	8450	1466	3227	3757
证券公司	79	9253	1368	3701	4184
信托投资公司	32	1719	259	726	734
财务公司	33	1734	276	742	716
保险公司	14	1047	287	729	31
QFII	5	73	21	29	23
推荐类	260	2199	416	835	948
其他投资者	1	12	7	5	0
总计	485	24487	4100	9994	10393

资料来源：Wind 数据库。

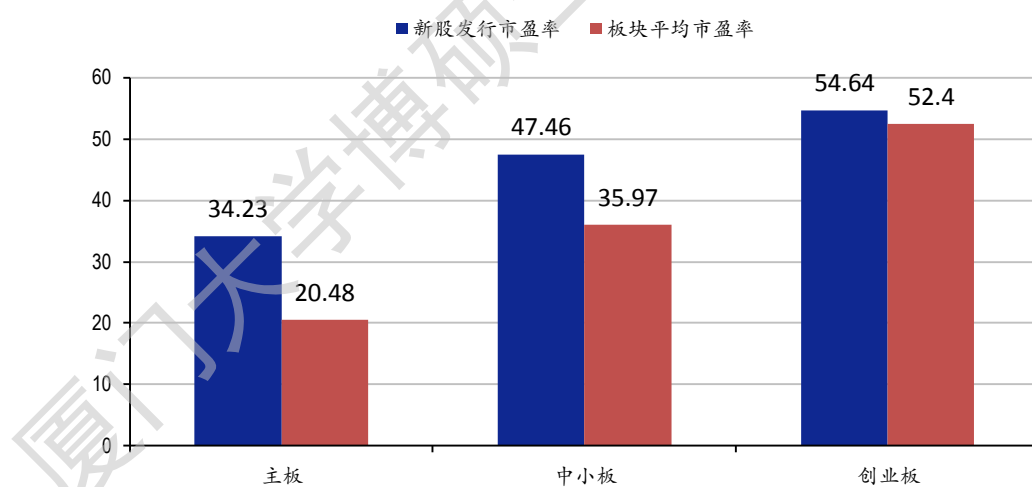
询价发行的主要特点在于，询价机构在新股定价过程中扮演着举足轻重的角色，它们对于新股的需求信息和估值信息都能够得到充分的反应；因此，IPO 定

^① 证监会网站对询价机构的定义。

价更为准确。因为参与询价的机构几乎囊括了国内最精悍、最专业的团队，它们拥有更为系统和科学的估值系统，理论上它们的报价应该接近新股的公允价值。

但是，被寄予厚望的询价制度近年来在我国的实施效果却不容乐观。具体表现为新股发行“三高”（高发行价、高发行市盈、高募集资金）、上市后“破发”以及“炒新”等问题依然屡见不鲜，特别是新股发行“三高”带来的后果一直都是由二级市场的投资者买单，严重影响着我国股市的健康发展。从“三高”具体的市盈率表现来看：从2010年到2012年间，主板市场94只新股的平均发行市盈率为34.23倍，高出主板市场平均20.48倍的市盈率67.1%；深市中小板市场370只新股的平均发行市盈率为47.46倍，高出中小板市场平均35.97倍的市盈率31.9%；而创业板314只新股的平均发行市盈率为54.64倍，高出创业板平均52.40倍的市盈率4.3%。下图比较了我国股票市场三个板块市场新股发行市盈率与市场平均市盈率。总体来看，我国新股发行市盈率远远高于市场平均市盈率。

图1 2010-2012年新股发行市盈率与板块平均市盈率比较



资料来源：Wind 数据库

询价制度作为一种在国外发达市场较为成熟的定价机制，在我国始终没有发挥其应有的作用，这不由得使我们反思参与询价机制的主体——询价机构和主承销商是否尽职尽责，扮演起合理定价者的角色？特别是在我国投机、炒作氛围浓厚的资本市场中它们能否独善其身、保持理性呢？沿着这样的思路，本文从参与IPO询价过程的主体——询价机构与主承销商两个角度展开了分析。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库